

# Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro

*La mise en œuvre de la politique monétaire unique a-t-elle accéléré et amplifié la transmission des décisions de politique monétaire aux taux bancaires, notamment en France ? S'est-elle accompagnée d'une plus grande homogénéité du mécanisme de transmission par le canal des taux d'intérêt dans la zone euro ? Enfin, présente-t-elle des asymétries liées aux différentes phases du cycle ?*

*Telles sont les interrogations auxquelles la présente étude tente de répondre à partir d'une modélisation économétrique simple de la première étape du canal des taux d'intérêt, liant les taux bancaires au taux du marché monétaire, en utilisant les données de taux débiteurs et créditeurs des banques de la zone euro rassemblées par l'Eurosystème.*

*Les principaux résultats obtenus sont les suivants :*

- *la transmission des taux du marché monétaire aux taux bancaires s'avère plus rapide depuis la mise en œuvre de la politique monétaire unique ; cependant, le passage à la politique monétaire unique ne semble pas constituer une rupture importante en ce qui concerne l'ampleur de la transmission ;*
- *l'accélération de la transmission des impulsions de politique monétaire semble être une tendance générale dans la zone euro, mais elle serait plus marquée en France ;*
- *enfin, l'un des bénéfices attendus du passage à la monnaie unique, à savoir l'intensification de la concurrence au sein de l'Union monétaire, paraît avoir induit une transmission plus rapide que par le passé des baisses des taux d'intérêt directeurs aux taux bancaires.*

Jérôme COFFINET

*Direction des Études économiques et de la Recherche  
Service d'Études sur les politiques monétaire et financière*

Parmi les raisons parfois invoquées susceptibles d'accélérer et d'amplifier la répercussion des modifications de taux d'intérêt directeurs aux différents taux bancaires, on mentionne souvent l'entrée en Union monétaire. Au sein de cette dernière, la transparence et la concurrence interbancaire seraient plus fortes, ce qui contribuerait à un comportement plus homogène des établissements de crédit.

La présente étude cherche à mesurer l'impact du passage à l'Union monétaire sur les canaux de transmission de la politique monétaire en France et au sein de la zone euro, en s'intéressant plus particulièrement à la façon dont les banques répercutent sur leurs taux débiteurs et créditeurs les modifications de taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) — les autres canaux de transmission par le change et le crédit notamment, ne sont pas étudiés, de même que l'impact des modifications de taux bancaires sur le comportement de demande des agents.

On s'interroge notamment sur les éventuels changements qu'induit le passage à la politique monétaire unique en termes de vitesse et d'amplitude, d'homogénéité et d'asymétrie sur les canaux de transmission.

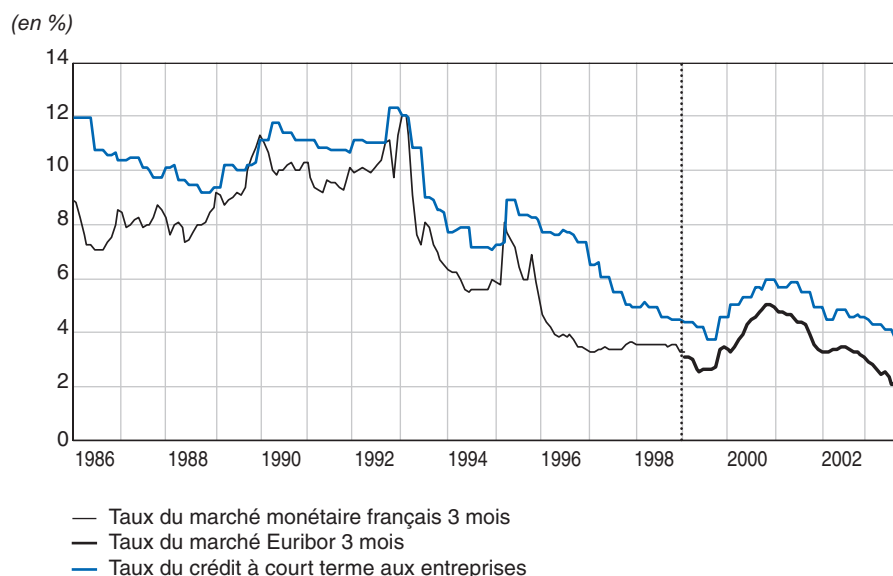
## 1. Qu'attendre du passage à l'Union monétaire sur les mécanismes de transmission ?

Trois exemples illustrent les éventuels changements induits par l'entrée en Union monétaire.

### 1.1. Une accélération et une amplification de la répercussion des décisions de politique monétaire sur les taux pratiqués par les banques

Graphique 1

Taux d'intérêt et taux du crédit à court terme aux entreprises en France



Sources : BCE et Banque des règlements internationaux (BRI)

L'analyse de la courbe donnant l'évolution du taux du crédit à court terme aux entreprises en France suggère une meilleure corrélation après 1999 avec le taux d'intérêt à court terme (Euribor 3 mois), qu'avec le taux interbancaire français (Pibor 3 mois) avant 1999 (cf. graphique 1).

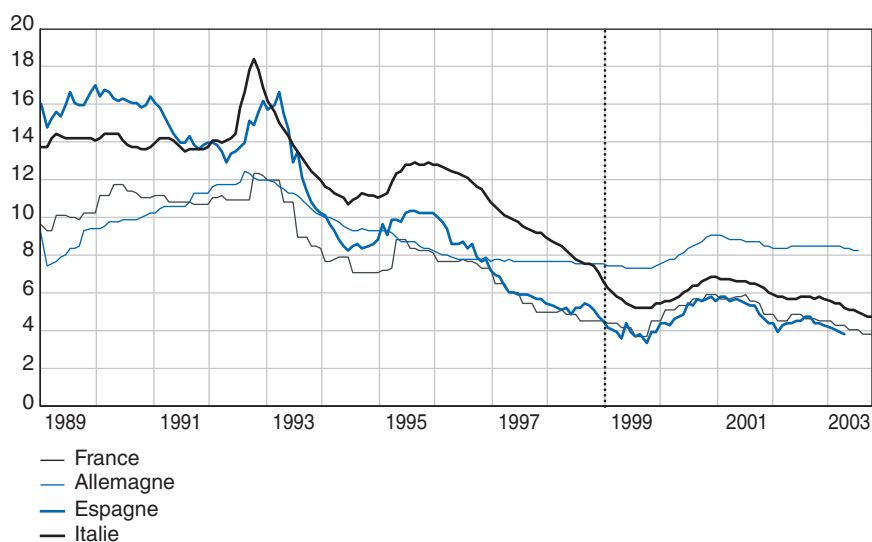
## 1.2. Une homogénéisation de la transmission monétaire au sein de la zone euro

Le taux du crédit bancaire aux entreprises à court terme dans la zone euro est caractérisé par des disparités nationales relativement fortes qui semblent néanmoins s'atténuer au cours du temps, illustrant une homogénéité croissante des réponses des taux d'intérêt bancaires aux impulsions de politique monétaire (cf. graphique 2).

Graphique 2

Taux du crédit à court terme aux entreprises

(en %)



Source : BCE

## 1.3. Une plus grande symétrie dans les phases du cycle

Enfin, on semble observer un ajustement aussi rapide en période de baisse qu'en période de hausse des taux d'intérêt en France après 1999, alors que l'ajustement en période de baisse semble plus lent qu'en période de hausse des taux avant 1999. Ceci pourrait illustrer une plus grande symétrie de la transmission dans les phases du cycle (cf. graphique 1).

Ces changements éventuels du mécanisme de transmission sont analysés à partir d'un modèle simple dont les principales caractéristiques sont précisées dans l'encadré ci-après.

**Un cadre simple d'analyse des canaux de transmission**

On suppose que la Banque centrale européenne (BCE) agit sur les taux à court terme (Euribor 3 mois) par la fixation de ses taux directeurs. Cette hypothèse peut se justifier par le fait que le taux du marché Euribor 3 mois évolue dans la fourchette définie par les taux de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal.

L'ajustement des taux créditeurs et débiteurs des banques au taux directeur est supposé s'effectuer selon le mécanisme à correction d'erreurs suivant (De Bondt – 2002, et Hofmann – 2000, notamment) :

$$\Delta rb_t = \alpha(rb_{t-1} - \beta rmm_{t-1} - \gamma) + \delta \Delta rmm_t + \varepsilon_t$$

où  $rb_{t-1}$  est le taux bancaire de court terme à la date  $t-1$ ,  $rmm_{t-1}$  le taux du marché monétaire à 3 mois à la date  $t-1$  (taux directeur),  $\Delta$  l'opérateur différence et  $\varepsilon_t$  un bruit blanc.

Cette équation repose sur l'hypothèse qu'il existe une relation de long terme entre le taux pratiqué par les banques commerciales et le taux du marché monétaire. Le paramètre  $\alpha$  mesure la force de rappel à cette relation de long terme,  $\beta$  représente le degré de transmission de long terme ou finale et  $\delta$  le degré de transmission à court terme. Le degré de transmission est défini comme la variation en points de base des taux du crédit ou du dépôt induite par une variation de 1 point de base du taux Euribor 3 mois. Le rapport  $(\delta - 1)/\alpha$  fournit le délai moyen d'ajustement du taux bancaire au taux du marché monétaire.

On suppose également que les asymétries d'information, l'introduction d'une prime de risque, en particulier sur les crédits de long terme, l'échéance plus courte des taux du marché monétaire par rapport aux taux bancaires et le degré de pouvoir de marché des établissements de crédit ont essentiellement des effets de long terme. De ce fait, la transmission de long terme n'est pas nécessairement complète, c'est-à-dire égale à 100 %. Selon de Bondt (2002), un marché peu concurrentiel s'accompagne généralement d'un sous-ajustement, c'est-à-dire d'une transmission de long terme inférieure à 100 %, tandis que des coûts d'asymétrie d'information sans rationnement du crédit peuvent expliquer un phénomène de surajustement, c'est-à-dire de transmission de long terme supérieure à 100 %. En revanche, les coûts de transfert ou de conversion, qui sont les coûts induits lorsque les agents économiques changent d'offreur, exercent prioritairement leur influence sur la transmission de court terme.

Les séries nationales de taux du crédit bancaire aux entreprises, à la consommation et à l'immobilier, ainsi que celles des taux de rémunération des dépôts à vue, dépôts à terme et dépôts d'épargne sont celles publiées par la BCE. Les résultats concernant la zone euro sont obtenus en pondérant les données nationales par les volumes des crédits dans chaque pays.

La période précédant l'Union monétaire est restreinte à celle comprise entre janvier 1986 et décembre 1998 car elle se situe après les principales réformes structurelles (déréglementation, dérégulation, décloisonnement) susceptibles d'avoir un impact sur le canal des taux d'intérêt tout en permettant de réaliser l'estimation du modèle à correction d'erreurs sur un nombre suffisant de points. La période d'existence de l'Union monétaire est celle entre janvier 1999 et septembre 2003.

Compte tenu du faible nombre d'observations, notamment sur la période janvier 1999-septembre 2003, les résultats obtenus sont fragiles. En particulier, les écarts-types obtenus sont probablement sous-estimés.

Les séries de taux du marché monétaire sont issues des bases de données de la Banque des règlements internationaux (BRI). Elles correspondent au taux du marché monétaire à trois mois dans les pays étudiés et au taux Euribor 3 mois dans la zone euro.

## 2. Le passage à la politique monétaire unique s'est-il accompagné d'une amplification de la transmission des taux directeurs aux taux bancaires ?

### 2.1. Une transmission plus rapide...

La politique monétaire unique s'est semble-t-il accompagnée d'une importante accélération de la transmission des impulsions de politique monétaire aux taux bancaires dans la zone euro (cf. tableau 1) : le délai moyen d'ajustement s'est ainsi fortement réduit entre les deux périodes considérées (janvier 1986-décembre 1998, d'une part, et janvier 1999-septembre 2003, d'autre part), passant selon le taux considéré d'un intervalle de 6 à 12 mois sur la période 1986-1998 à un intervalle de 2 à 8 mois sur la période 1999-2003. En France, cette accélération apparaît plus marquée puisque le délai moyen d'ajustement, qui était compris entre 5 et 15 mois sur la période 1986-1998, passe de 1 à 7 mois sur la période 1999-2003.

Dans la zone euro, cette accélération de la transmission des impulsions de politique monétaire aux taux débiteurs et créditeurs semble d'abord concerner le crédit à l'immobilier, pour lequel le délai moyen d'ajustement se réduit de plus de 7 mois, puis le crédit à long terme aux entreprises (réduction de plus de 5 mois) et enfin le crédit à la consommation, le crédit à court terme aux entreprises et les dépôts d'épargne, à vue et à terme (réduction de 2 à 3 mois).

L'accélération de la transmission des impulsions de politique monétaire semble plus marquée en France, notamment pour les crédits à l'immobilier (réduction de près de 12 mois, contre 7 mois en zone euro) et les dépôts d'épargne (livrets A, livrets jeunes, Codevi), même si, dans ce dernier cas, le délai moyen d'ajustement reste très élevé.

Ce résultat *a priori* est surprenant dans la mesure où tant les pratiques bancaires que les comportements d'investissement et de placement font des taux d'intérêt à long terme les taux pertinents pour les crédits immobiliers. Le résultat obtenu pourrait donc correspondre soit à un référencement des crédits immobiliers plus fréquent sur les taux d'intérêt à court terme soit à un co-mouvement plus prononcé des taux d'intérêt à court terme et des taux d'intérêt à long terme, en Europe, bien documenté par ailleurs et peu étonnant du fait de la disparition des crises de change.

En zone euro, l'ajustement le plus rapide s'effectue pour les crédits aux entreprises, tant à long terme (délai moyen d'ajustement de 2,1 mois) qu'à court terme (2,9 mois), tandis que les crédits aux ménages et les dépôts semblent plus inertes : c'est le cas du crédit à la consommation (6,2 mois), des dépôts à terme (5,0 mois) et des dépôts d'épargne (8,3 mois), et dans une moindre mesure du crédit à l'immobilier (3,8 mois).

Un constat identique peut être dressé pour la France, où l'ajustement du taux du crédit aux entreprises s'avère également le plus rapide (0,9 mois pour le crédit à court terme, 3,2 mois pour le crédit à long terme). En revanche, la France se distinguerait par une répercussion assez rapide aux crédits à l'immobilier (2,2 mois) tandis que les dépôts d'épargne (4,3 mois) et les crédits à la consommation seraient plus inertes (7,2 mois).

**Tableau 1**  
**Délai moyen d'ajustement**

(en mois)

Type de crédit	Zone concernée	Janvier 1986- décembre 1998	Janvier 1999- septembre 2003
Crédit à l'immobilier	Zone euro	11,2	3,8
	France	13,9	2,2
Crédit à la consommation	Zone euro	8,7	6,2
	France	9,7	7,2
Crédit à court terme aux entreprises	Zone euro	6,2	2,9
	France	5,0	0,9
Crédit à long terme aux entreprises	Zone euro	7,5	2,1
	France	8,6	3,2
Dépôts d'épargne	Zone euro	10,1	8,3
	France	14,8	4,3
Dépôts à terme (a)	Zone euro	7,2	5,0
Dépôts à vue (b)	Zone euro	5,8	4,4

(a) Dans le cas de la France, les statistiques de la BCE assimilent les taux des dépôts à terme à celui de l'Euribor 3 mois (Pibor 3 mois avant janvier 1999). L'étude économétrique est donc sans intérêt.

(b) Il n'existe pas de données pour la France car la rémunération des dépôts à vue y était interdite. Cette réglementation, condamnée par la Cour de Justice des Communautés européennes le 5 octobre 2004, a été abrogée par un arrêté du ministère des Finances publié au Journal officiel le 16 mars 2005.

## 2.2. ...mais pas nécessairement plus ample

Cependant, en termes d'ampleur de la transmission, le passage à la politique monétaire unique ne semble généralement pas marquer de rupture importante avec la période antérieure (cf. annexe).

Les principaux enseignements que l'on peut néanmoins en tirer sont les suivants : s'agissant de la zone euro, l'ampleur de la transmission à court terme s'est généralement légèrement accrue, en particulier pour les crédits immobiliers. Par ailleurs, on ne constate plus de phénomène de sur-ajustement : le passage à l'Union monétaire semble donc se caractériser par un accroissement de la concurrence au sein du système bancaire, qui aurait eu pour conséquence une réduction du pouvoir de marché des banques. Cela expliquerait la baisse du coefficient de transmission de long terme dans l'ensemble de la zone euro, qui n'apparaît cependant pas toujours statistiquement significative.

Concernant la France, la transmission de court terme s'est significativement accrue, en particulier pour les crédits aux entreprises. On constate toutefois une inertie des dépôts d'épargne.

### 3. La transmission des décisions de politique monétaire est-elle devenue plus homogène dans la zone euro ?

On se fonde ici sur une analyse simple de l'écart-type des délais moyens d'ajustement et de l'ampleur de la transmission calculés pour les différents pays de la zone euro.

L'accélération de la transmission des impulsions de politique monétaire paraît se conjuguer avec une homogénéisation croissante des délais moyens d'ajustement au sein de la zone euro (cf. tableau 2). Celle-ci est marquée pour le taux du crédit à long terme aux entreprises (dont l'écart-type baisse de 5,8 mois à 1,6), le taux du crédit à l'immobilier (de 5,2 mois à 2,0) et le crédit à la consommation (de 4,7 mois à 2,4). Elle est plus faible pour le crédit à court terme aux entreprises (de 5,5 à 4,0 mois). En revanche, le constat que l'on peut dresser en ce qui concerne la transmission des impulsions de politique monétaire aux taux créditeurs est différent : l'écart-type sur les dépôts d'épargne (de 6,2 mois à 6,7), les dépôts à vue (de 0,9 mois à 2,6) et surtout les dépôts à terme (de 4,0 mois à 7,7) a même augmenté entre les deux périodes étudiées. Lorsqu'elle persiste, l'hétérogénéité observée au sein de la zone euro provient essentiellement de l'inertie constatée en France (taux réglementés) et surtout en Allemagne (éventuellement, faible degré de concurrence).

**Tableau 2**  
**Écart-type des délais moyens d'ajustement**

Type de crédit	(en mois)	
	Janvier 1986- décembre 1998	Janvier 1999- septembre 2003
Crédit à l'immobilier	5,2	2,0
Crédit à la consommation	4,7	2,4
Crédit à court terme aux entreprises	5,5	4,0
Crédit à long terme aux entreprises	5,8	1,6
Dépôts d'épargne	6,2	6,7
Dépôts à terme	4,0	7,7
Dépôts à vue	0,9	2,6

En termes d'ampleur, le degré d'homogénéisation semble moins important, même s'il s'est fortement accru, notamment en ce qui concerne l'ajustement à long terme du taux du crédit à long terme aux entreprises, des dépôts d'épargne et des dépôts à vue.



Tableau 3  
Écart-type des coefficients de court et de long termes

Type de crédit	Type de coefficient	(en mois)	
		Janvier 1986- décembre 1998	Janvier 1999- septembre 2003
Crédit à l'immobilier	Court terme	0,12	0,18
	Long terme	0,20	0,18
Crédit à la consommation	Court terme	0,15	0,39
	Long terme	0,30	0,26
Crédit à court terme aux entreprises	Court terme	0,27	0,28
	Long terme	0,28	0,23
Crédit à long terme aux entreprises	Court terme	0,21	0,23
	Long terme	0,46	0,17
Dépôts d'épargne	Court terme	0,12	0,14
	Long terme	0,27	0,11
Dépôts à terme	Court terme	0,16	0,24
	Long terme	0,20	0,30
Dépôts à vue	Court terme	0,12	0,07
	Long terme	0,28	0,15

#### 4. La transmission des impulsions de politique monétaire dépend-elle de la phase du cycle ?

Depuis la mise en œuvre de la politique monétaire unique, on peut schématiquement distinguer deux phases : une phase de durcissement monétaire qui débute en novembre 1999 et se poursuit jusqu'en mai 2001, puis une phase d'assouplissement jusqu'à présent. Une rupture éventuelle est donc testée en mai 2001 en ne considérant que le sous-échantillon novembre 1999-septembre 2003.

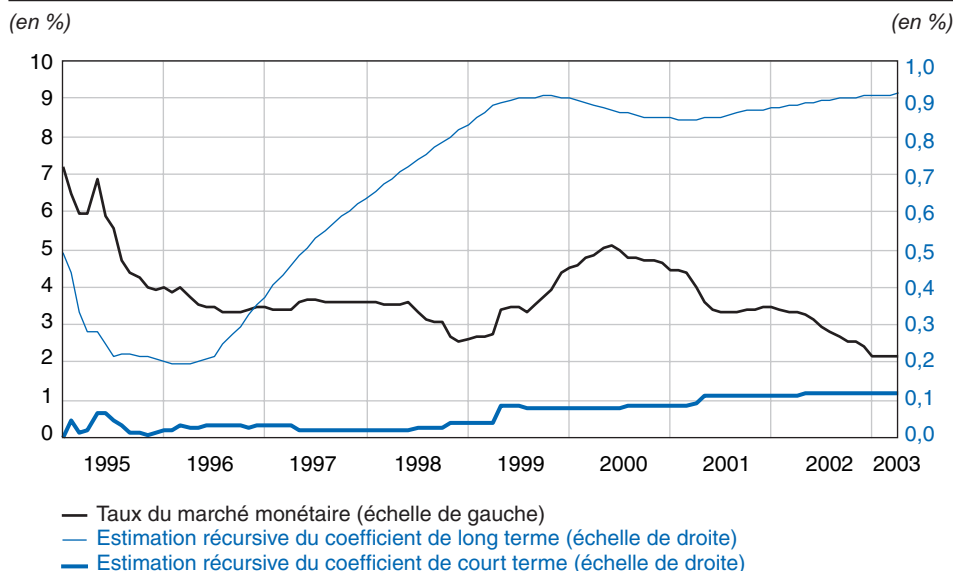
La plupart des travaux empiriques consacrés au sujet (notamment Newark et Sharpe – 1992) tendent à montrer que la transmission du taux du marché monétaire aux taux du crédit bancaire est plus élevée en période de hausse des taux du marché monétaire qu'en période de baisse. Cette asymétrie refléterait la maximisation par les banques de leur revenu, lorsque les clients sont confrontés à des coûts de conversion ou de transfert (*switching costs*).

Compte tenu du faible nombre d'observations sur chacune des sous-périodes retenues dans le cadre de cette étude, les résultats obtenus sont fragiles. Néanmoins, ils ne montrent pas de rupture significative de comportement en matière de répercussion des impulsions de politique monétaire à partir de mai 2001.

À titre d'illustration, le graphique 3 présente les estimations récursives des coefficients de court et long termes pour le crédit à court terme aux entreprises en France. Conformément au raisonnement exposé ci-dessus, la baisse du taux Pibor 3 mois entre juillet 1995 et février 1997 s'est traduite par une moindre répercussion des impulsions de politique monétaire, que reflète la décroissance simultanée des coefficients de court et de long termes sur cette période. En revanche, la baisse du taux Euribor 3 mois entre novembre 2000 et septembre 2003 n'a pas donné lieu à un phénomène similaire, les coefficients des transmissions de long et surtout de court terme paraissant relativement stables sur cette période.



Graphique 3

**Taux d'intérêt et coefficients de transmission du crédit à court terme aux entreprises en France**

Calculs : Banque de France

L'intensification de la concurrence au sein du secteur bancaire pourrait ainsi être à l'origine d'une transmission plus rapide et plus efficace des taux directeurs aux taux pratiqués par les banques.

Au total, il ressort de l'étude que :

- en zone euro, la transmission des taux du marché monétaire aux taux bancaires s'avère plus rapide depuis la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Le délai moyen d'ajustement, qui était de 6 à 12 mois sur la période janvier 1986-décembre 1998, s'est réduit de 2 à 8 mois sur la période janvier 1999-septembre 2003. Cette accélération est particulièrement marquée dans le cas de la France. En revanche, en ce qui concerne l'ampleur de la transmission, le passage à la politique monétaire unique ne semble pas s'accompagner d'un changement de régime ;
- l'accélération de la vitesse de transmission des impulsions de politique monétaire semble être une tendance générale dans la zone euro ; à cet égard, le degré d'homogénéité, mesuré par les délais moyens d'ajustement, s'est sensiblement accru au sein de la zone euro ;
- l'ampleur de la transmission ne paraît pas dépendre de la phase du cycle. Contrairement aux résultats disponibles dans la littérature selon lesquels les banques répercuteraient de manière plus intense les hausses de taux de marché monétaire que les baisses, il semble que l'un des bénéfices attendus du passage à la monnaie unique, à savoir l'intensification de la concurrence au sein de l'Union monétaire, ait induit une transmission plus rapide que par le passé des baisses des taux directeurs aux taux bancaires, quelle que soit la phase du cycle.

Diverses pistes allant dans la voie d'une plus grande réactivité de l'économie française peuvent être explorées. Pour l'essentiel, ce sont des mesures permettant de réduire la part des liquidités à taux réglementés ou de faire dépendre davantage leur rémunération de l'évolution des taux directeurs qui sont de nature à améliorer les canaux de transmission. L'existence d'une grille de taux réglementés apparaît en effet comme l'anomalie principale qui demeure au regard de la bonne transmission à notre économie des impulsions de la politique monétaire unique

## Bibliographie

De Bondt (G.) (2002) : « *Retail bank interest rate pass-through: new evidence at the euro area level* », Banque centrale européenne, *document de travail*, n° 136, avril

Donnay (M.) et Degryse (H.) (2002) : « *Bank lending rate pass-through and differences in the transmission of a single EMU monetary policy* », *document de travail DPS 01/17*

Engel (R. F.) et Granger (C. W. J.) (1987) : « *Co-integration and error correction representation, estimation and testing* », *Econometrica*, mars, pages 251-276

Grunspan (T.) et Pfister (C.) (1999) : « *Some implications of bank restructuring for French monetary policy* », BRI, *Conference Papers*, Vol. 7, mars, pages 188-207

Hofmann (B.) (2000) : « *EMU and the Transmission of Monetary Policy: Evidence from Business Lending Rates* », ZEI, Université de Bonn

Hofmann (B.) et Mizen (P.) (2004) : « *Interest Rate Pass-Through and Monetary Transmission: Evidence from Individual Financial Institutions' Retail rates* », *Economica*, n° 71, pages 99-123

Mishkin (F. S.) (1996) : « Les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n° 27, mars

Mojon (B.) (2000) : « *Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy* », Banque centrale européenne, *document de travail* n° 40, novembre

Neuwark (D.) et Sharpe (S.) (1992) : « *Market structure and the nature of price rigidity: Evidence from the market of consumer deposits* », *Quarterly Journal of Economics*, n° 107(2), mai, pages 657-680

## Annexe

## Comparaison des résultats obtenus à d'autres estimations

Tableau A.1

## Crédit à l'immobilier

Étude	Période	Transmission	France	Zone euro
Hofmann (2000)	1979-2000	Court terme	0,16 (nd)	0,21 (nd)
		Long terme	1,00 (nd)	1,00 (ns)
Mojon (2000)	1992-1998	Court terme	0,41 (nd)	0,35 (nd)
		Long terme	1,00 (ns)	1,00 (ns)
Donnay et Degryse (2001)	1992-2000	Court terme	Nd	0,27 (nd)
		Long terme	Nd	0,41 (nd)
De Bondt (2002)	1999-2001	Court terme	Nd	0,46 (0,05)
		Long terme	Nd	1,04 (0,09)
Présente étude (2004)	1986-1998	Court terme	<b>0,06 (0,03)</b>	<b>0,19 (0,05)</b>
		Long terme	<b>0,57 (0,02)</b>	<b>0,75 (0,04)</b>
	1999-2003	Court terme	<b>0,07 (0,10)</b>	<b>0,42 (0,11)</b>
		Long terme	<b>0,50 (0,03)</b>	<b>0,70 (0,06)</b>

Tableau A.2

## Crédit à court terme aux entreprises

Étude	Période	Transmission	France	Zone euro
Hofmann (2000)	1979-2000	Court terme	0,43 (nd)	0,54 (nd)
		Long terme	1,00 (ns)	1,00 (ns)
Mojon (2000)	1992-1998	Court terme	0,71 (nd)	0,61 (nd)
		Long terme	1,00 (ns)	1,00 (ns)
Donnay et Degryse (2001)	1992-2000	Court terme	0,43 (nd)	0,58 (nd)
		Long terme	0,75 (nd)	0,74 (nd)
De Bondt (2002)	1999-2001	Court terme	Nd	0,19 (0,07)
		Long terme	Nd	0,88 (0,05)
Présente étude (2004)	1986-1998	Court terme	<b>0,08 (0,06)</b>	<b>0,31 (0,06)</b>
		Long terme	<b>0,79 (0,03)</b>	<b>0,83 (0,04)</b>
	1999-2003	Court terme	<b>0,48 (0,13)</b>	<b>0,39 (0,12)</b>
		Long terme	<b>0,77 (0,03)</b>	<b>0,65 (0,04)</b>

Tableau A.3

## Crédit à long terme aux entreprises

Étude	Période	Transmission	France	Zone euro
Mojon (2000)	1992-1998	Court terme	0,42 (nd)	0,37 (nd)
		Long terme	1,00 (ns)	1,00 (ns)
Donnay et Degryse (2001)	1992-2000	Court terme	0,23 (nd)	0,54 (nd)
		Long terme	0,50 (nd)	0,67 (nd)
De Bondt (2002)	1999-2001	Court terme	Nd	0,55 (0,08)
		Long terme	Nd	0,80 (0,10)
Présente étude (2004)	1986-1998	Court terme	<b>0,04 (0,04)</b>	<b>0,31 (0,07)</b>
		Long terme	<b>0,72 (0,03)</b>	<b>0,56 (0,06)</b>
	1999-2003	Court terme	<b>0,43 (0,13)</b>	<b>0,46 (0,14)</b>
		Long terme	<b>0,66 (0,05)</b>	<b>0,63 (0,09)</b>

Tableau A.4  
Dépôts à terme

Étude	Période	Transmission	France	Zone euro
Mojon (2000)	1992-1998	Court terme	Nd	0,11 (nd)
		Long terme	Nd	1,00 (ns)
De Bondt (2002)	1999-2001	Court terme	Nd	0,47 (0,05)
		Long terme	Nd	0,65 (0,02)
Présente étude (2004)	1986-1998	Court terme	Ns	0,27 (0,04)
		Long terme	Ns	0,68 (0,03)
	1999-2003	Court terme	Ns	0,49 (0,09)
		Long terme	Ns	0,59 (0,07)

Tableau A.5  
Dépôts d'épargne

Étude	Période	Transmission	France	Zone euro
Mojon (2000)	1992-1998	Court terme	Nd	0,11 (nd)
		Long terme	Nd	1,00 (ns)
Présente étude	1986-1998	Court terme	0,01 (0,01)	0,10 (0,04)
		Long terme	0,12 (0,01)	0,34 (0,02)
	1999-2003	Court terme	- 0,14 (0,13)	0,09 (0,08)
		Long terme	0,04 (0,04)	0,17 (0,11)

nd : non disponible

ns : non sens